

生保資産運用におけるバリュー株投資の可能性
－EU 危機・国際会計基準の下での銘柄選別についての一考察－

山本信一

(立命館大学経済学部教授)

中路翔

(一橋大学大学院商学研究科研究者養成コース1年)

1. 日本株式が割安になった背景

近年、米国の国債の格下げ問題や欧州の財政難など世界各国の財政に疑念が生じ、国債を含む投資対象の変化、あるいは投資戦略について再び脚光が当たっている。その中で、金利の低い各国の債券保有だけでは要求リターンを確保できず、目標となるリターンを確保するために投資戦略について悩んでいる機関投資家が多く見受けられる。このような機関投資家に対して、長期的に安定した投資リターンを得られる投資戦略は存在するののかという問題は非常に重要な意味合いを持つてくる。本稿では、長期的な収益を獲得するための投資戦略について実証的に分析・考察を行っていく。

機関投資家の投資対象は、投資先の区分として国内投資と海外投資、商品内容の区分として債券投資と株式投資に大別できる。ここで、国内に焦点を当てて、債券投資と株式投資のリスク・リターンを概観する。

まず、リスクの観点から言えば、一般的に債券投資のほうがローリスクである。これは株主と債権者というそれぞれの立場の違いによって説明ができる。企業の利益が上がった場合に、債権者は、一定の期日に一定の利子をとること以外利益の恩恵を受けることはないが、株主はその利益を配当というインカムゲインと、内部留保による企業価値増大というキャピタルゲインによって享受できる。他方、利益が上がらなかった場合、企業は債権者に対しての利子の支払いを義務付けられているが、株主に対しては配当支払い義務もなく、株価も下落する。さらに、デフォルトが起こった際も、企業の解散価値を、まずは債権者が受け取ることができ、株主の投資回収は最後に回される。これらのことから、投資回収に関して債券投資のほうがローリスクなのは疑いの余地はない。

では、リターンに関してはどのような差異がみられるであろうか。株式投資を通じて投資家が享受できる利益はキャピタルゲインとインカムゲインに大別できる。インカムゲインに相当する配当は、企業の収益と株式価値を結びつけるうえで非常に大きな役割を担っている。金融理論によれば、ある資産の価格は、将来それが生み出すキャッシュフローの割引現在価値と定義でき、株式における将来のキャッシュインフローは、保有を前提に考えれば値上がり益ではなく配当金である。株式会社の目的は、株主価値の最大化であり、株主への配当政策もこのための手段と位置づけられる。ここで、ジュレミー・シーゲルは、「株式リターンの大半(97%)は配当再投資が生み出したものであり、キャピタルゲイン